

## L'Italia si prepara a nuove elezioni



**Diego Franzin**  
Head of Equities



**Annalisa Usardi, CFA**  
Senior Economist



**Isabelle Vic-Philippe**  
Head of Euro Govies and Inflation

With the contribution of:  
**Elena Ferrarese**  
Senior equity portfolio manager  
**Giuseppina Marinotti**  
Investment Insights Unit

**Il Professor Carlo Cottarelli, economista, già rappresentante presso il FMI e responsabile della spending review del governo di Enrico Letta, è stato incaricato di formare il nuovo governo.**

- **Incertezza politica:** lo scorso 27 maggio, il Primo Ministro designato Giuseppe Conte ha rimesso il suo mandato per la formazione del nuovo governo. Il Presidente della Repubblica è intervenuto prontamente affidando l'incarico di formare un governo ad interim con obiettivi chiari al Professor Carlo Cottarelli, economista, ex rappresentante del FMI e responsabile della spending review durante il governo Letta. Tuttavia è poco probabile che questo governo ottenga la fiducia in Parlamento, data la chiara opposizione del M5S e della Lega; è più probabile che si tratti di un governo transitorio, con l'incarico di governare fino alle prossime elezioni che probabilmente si terranno in autunno o all'inizio del 2019 al più tardi.
- **Reddito Fisso:** gli investitori continuano ad aspettarsi un premio significativo per questa incertezza, però assumere posizioni corte sull'Italia è piuttosto oneroso e questo dovrebbe scoraggiare un allargamento marcato dello spread. Data l'elevata incertezza ci aspettiamo anche una limitata riduzione dei valori di spread fino alle prossime elezioni. Fintanto che non vi sarà una completa integrazione politica ed economica con l'area Euro, gli investitori continueranno ad avere in mente i rischi politici. Le azioni già intraprese dalla BCE dal 2010-2012 hanno eliminato i cosiddetti "rischi di coda" e il mercato fa ancora affidamento sulla capacità della BCE di gestire la situazione; diversamente l'azionario euro non si dimostrerebbe così resiliente.
- **Azioni:** nonostante le valutazioni relativamente interessanti, il mercato italiano sta sottoperformando per via dell'incertezza politica, poiché oltre il 30% del principale indice italiano è rappresentato da titoli finanziari attivi prevalentemente nel mercato interno. Le banche italiane sono più solide rispetto al passato in termini di capitale e sono in fase di ristrutturazione sia per quello che riguarda il taglio dei costi che la riduzione dei crediti inesigibili (NPL). Nel breve termine manteniamo un approccio prudente, ma quando il quadro politico sarà più chiaro è possibile che si assista a un rimbalzo dei titoli bancari grazie ai prezzi particolarmente vantaggiosi.

### A che punto siamo con la formazione del nuovo governo italiano?

**Usardi.** Il 27 maggio, il Primo Ministro designato Giuseppe Conte ha rimesso il suo mandato per la formazione del nuovo governo. Dopo un lungo processo durato quasi due settimane per definire il "contratto" tra i due partiti che hanno provato a formare una maggioranza (il Movimento 5 Stelle – M5S - e la Lega), il 23 maggio è stato sottoposto al Presidente della Repubblica il nome di Giuseppe Conte come Primo Ministro e il Presidente Mattarella gli ha quindi affidato l'incarico di formare il nuovo governo. Il Primo Ministro designato, come di consueto, ha accettato l'incarico "con riserva", cioè con la condizione di avere l'appoggio della maggioranza e l'approvazione del Presidente della Repubblica. Come però ha pubblicamente spiegato il Presidente Mattarella il 27 maggio, pur approvando tutti gli altri nomi proposti come membri del governo, in virtù dei poteri costituzionali affidatigli e nel suo ruolo di garante non ha potuto accettare il candidato proposto per il ruolo di ministro dell'Economia e delle Finanze, poiché apertamente scettico nei confronti dell'euro e dell'eurozona. Nessuno dei due partiti ha voluto appoggiare il candidato, nemmeno quando il Presidente ha chiesto di nominare al suo posto una personalità politica della maggioranza già identificata. Pertanto, data la posizione irremovibile dei due partiti, il Primo Ministro designato ha rinunciato all'incarico alla luce dell'impossibilità di formare il governo.

### Cosa dobbiamo aspettarci adesso?

**Usardi.** Il Presidente della Repubblica è intervenuto prontamente il 28 maggio affidando nuovamente l'incarico di formare un governo ad interim al professor Carlo Cottarelli, economista, ex rappresentante del FMI e responsabile della spending review durante il governo Letta. La formazione del governo dovrebbe essere portata a termine entro pochi giorni

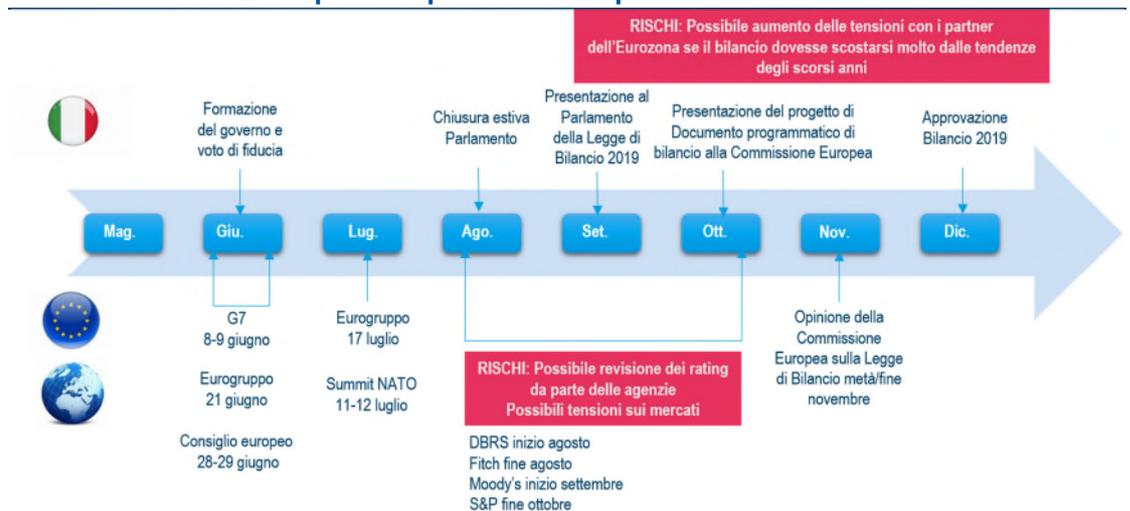
**Sarà probabilmente un governo tecnico fino alle prossime elezioni, che si terranno verosimilmente in autunno.**

e il Parlamento dovrebbe poi votarne la fiducia. Al momento in cui si scrive il prof. Cottarelli ha accettato il mandato "con riserva". Questo governo, d'accordo con il Presidente della Repubblica, ha un chiaro mandato. Se dovesse ottenere il voto di fiducia, avrà l'incarico di presentare la legge di Bilancio per il 2019 per poi dimettersi immediatamente e procedere ad elezioni anticipate ad inizio 2019. Se il governo non dovesse ottenere l'approvazione del Parlamento, darà subito le dimissioni e si occuperà di ordinaria amministrazione, per andare al voto subito dopo agosto. Questa ultima possibilità sembra la più probabile dato il disaccordo di M5S e Lega. Da un punto di vista politico, al pomeriggio di lunedì 27, in risposta alla sfumata opportunità di formare un governo, il M5S ha annunciato l'intenzione di avviare la procedura di impeachment contro il Presidente della Repubblica, un lungo processo che potrebbe essere seguito, secondo la Costituzione Italiana, solo in caso di alto tradimento al Paese o alla Costituzione e che può essere intrapreso solo dal Parlamento. Questo è un processo lungo e complesso progettato per proteggere il Presidente, in quanto l'Istituzione garantisce l'adesione alle regole e alle leggi del Paese, da qualsiasi abuso dei partiti. Tuttavia, questi sono segnali preoccupanti del fatto che la campagna elettorale è già iniziata e si sostanzierà probabilmente in uno scontro tra i populistici ed il sistema (istituzioni italiane o europee) caratterizzato da toni aspri. Il Governo di transizione che si sta delineando, nato con lo scopo di fornire un sollievo ai mercati, potrebbe tuttavia porre le basi per sviluppi politici rischiosi, visto il momento molto delicato.

### Cosa vi aspettate dall'incontro del Consiglio europeo di fine giugno? Peserà l'attuale situazione italiana?

**Usardi.** L'agenda del Consiglio europeo che si terrà il 28-29 giugno copre immigrazione, sicurezza e difesa, occupazione, crescita e competitività, innovazione ed Europa digitale, bilancio a lungo termine dell'UE (Quadro Finanziario Pluriennale), relazioni esterne, e i leader europei affronteranno anche il tema della Brexit. Sicuramente, l'instabilità politica della situazione in Italia peserà sullo sviluppo delle discussioni, poiché molti dei temi in agenda richiederebbero un governo nel pieno dei suoi poteri per affrontare e pianificare adeguatamente con i partner europei una serie di elementi che toccano criticamente il paese. Tuttavia, poiché è probabile che si tratti di un governo provvisorio a partecipare a questo incontro, è difficile prevedere eventuali disallineamenti significativi con i partner o un forte posizionamento diverso rispetto alle linee del precedente governo.

### Prossime scadenze importanti per la finanza pubblica italiana



Fonte: Amundi Research, dati al 28 maggio 2018.

**Pensate che il peggio sui titoli di stato italiani sia finito?**

**Vic-Philippe.** Con una situazione politica in Italia così poco chiara, gli investitori continueranno a chiedere un premio per l'incertezza significativo. Gli ultimi sviluppi dovrebbero portare a nuove elezioni dopo l'estate, se il governo tecnico verso cui l'Italia sta andando non fosse in grado di ottenere un voto di fiducia in Parlamento. I sondaggi più recenti mostrano che la Lega farà parte del prossimo governo sia con il M5S che con una coalizione di centro destra. Qualunque sia il risultato, la questione dell'Euro rimarrà in primo piano. Nel frattempo, una posizione corta sull'Italia è piuttosto costosa (200 punti base<sup>1</sup> sul 10 anni costerebbe 66 punti base di carry fino a ottobre); ciò dovrebbe impedire un forte allargamento degli spread. Allo stesso tempo, prevediamo una riduzione dello spread limitata fino alle prossime elezioni. Le prossime aste, all'inizio di questa settimana, daranno una prima indicazione della composizione e dell'interesse degli investitori. Fino ad allora, riteniamo valga la pena mantenere una visione neutrale sul debito italiano.

**Ritenete possano esserci problemi in merito alle future esigenze di rifinanziamento?**

**Vic-Philippe.** La forza dell'Italia risiede nei suoi risparmi privati, il 65% del debito pubblico è detenuto da soggetti residenti. Ciononostante, potrebbero esserci gli effetti combinati della riduzione del programma di acquisto della BCE entro fine settembre - non prevediamo che la BCE modifichi le sue tempistiche a causa degli sviluppi italiani -, un'ulteriore riduzione della partecipazione straniera e un potenziale aumento delle esigenze di emissione. Quindi l'equazione offerta e domanda potrebbe tradursi in rendimenti italiani più alti. A breve termine, la partecipazione straniera sarà la chiave.

**Come valutate le obbligazioni corporate italiane rispetto ai titoli sovrani? La liquidità sta diventando un problema?**

**Vic-Philippe.** Le obbligazioni societarie italiane hanno sofferto insieme ai titoli governativi; l'ampliamento è in linea con i BTP per le obbligazioni societarie; i titoli finanziari sono stati colpiti più duramente e più bassa è la struttura del capitale, maggiore è l'impatto. Le obbligazioni covered sono rimaste piuttosto resilienti, sovraperformando i titoli sovrani di circa 50 punti base. Come in ogni fase di avversione al rischio, la liquidità si sta prosciugando. La ciclicità della liquidità è stata aumentata dalla regolamentazione: qualsiasi aumento della volatilità innesca una riduzione della capacità delle banche di investimento di agire come intermediari. Questo non è nuovo. È importante gestire questa fase con strumenti di monitoraggio della liquidità dedicati e adottare un approccio flessibile.

**Vedete il riemergere del rischio di uscita dall'Euro? Quali sono i principali fattori da monitorare in tal senso?**

**Vic-Philippe.** Fino al completamento di una piena integrazione di bilancio e politica nella zona Euro, il rischio politico rimarrà nella mente degli investitori. Maggiore è il rischio, maggiore è l'avversione al rischio, minori sono i tassi tedeschi (più sicuri), più debole è l'Euro rispetto al dollaro USA e più ampi sono gli spread (sovrani e creditizi). Le azioni intraprese dalla BCE dal 2010-2012 hanno eliminato il rischio di coda e il mercato crede ancora nella sua capacità di gestire la situazione; altrimenti il mercato azionario Euro non sarebbe così resiliente.

**Il mercato azionario sta scontando tassi più elevati e il loro impatto sui bilanci aziendali o si tratta solo di una fase di avversione al rischio?**

**Franzin.** Il mercato italiano ha registrato le migliori performance del segmento euro fino a poche settimane fa. Le ragioni della recente sottoperformance sono legate all'incertezza politica e al fatto che oltre il 30% del principale indice italiano è rappresentato da titoli del settore finanziario che sono player nazionali. L'Italia non ha ancora un governo e i mercati continuano ad aspettare e vedere quale sarà il risultato di questo difficile puzzle. In questo scenario, le prese di profitto sono piuttosto comprensibili.

<sup>1</sup> I punti base (bp) si riferiscono a una unità di misura comune per i tassi di interesse. Un punto base corrisponde a 1/100 di 1% o 0,01%.

*Fino al completamento di una piena integrazione di bilancio e politica nella zona Euro, il rischio politico rimarrà nella mente degli investitori.*

*Il mercato crede ancora nella capacità della BCE di gestire la situazione; altrimenti il mercato azionario Euro non sarebbe così resiliente.*

***Nel breve termine manteniamo un approccio prudente, ma quando il quadro politico sarà più chiaro è possibile che si assista a un rimbalzo dei titoli bancari grazie ai prezzi particolarmente vantaggiosi.***

#### **Qual è la vostra opinione sul settore bancario?**

**Franzin.** Le banche italiane dipendono ancora molto dal margine di interesse, anche se meno rispetto al passato, quindi in caso di un aumento dei tassi di interesse l'impatto dovrebbe essere positivo. Un altro elemento importante nell'andamento degli utili è rappresentato dallo spread: in caso di aumento, è probabile che l'impatto negativo sia sul costo del finanziamento e sulla valutazione ai prezzi di mercato dei titoli sovrani (mark-to-market). Le banche italiane hanno già notevolmente ridotto l'esposizione ai crediti inesigibili (NPL) ma c'è ancora molta strada da compiere in tal senso entro il 2020/2021 (a seconda dei diversi parametri stimiamo ulteriori riduzioni di 40-60 miliardi di euro). Dal lato degli acquisti, i prezzi dei NPL sono legati al contesto competitivo, ai costi di finanziamento e al tasso interno di rendimento richiesto. Un aumento dell'incertezza politica potrebbe ridurre il numero dei potenziali acquirenti e provocare una maggiore richiesta di tasso interno di rendimento.

In generale, poiché le banche sono legate a doppio filo al rischio paese, riteniamo che la loro recente debolezza sia legata alla politica. D'altra parte, le banche italiane sono più solide rispetto al passato in termini di capitale e sono in fase di ristrutturazione sia per quello che riguarda il taglio dei costi che la riduzione dei NPL. Nel breve termine manteniamo un approccio prudente, ma quando il quadro politico sarà più chiaro è possibile che si assista a un rimbalzo dei titoli bancari grazie ai prezzi particolarmente vantaggiosi.

---

#### **Avvertenze**

I contenuti di questo documento hanno carattere puramente informativo e si riferiscono ad analisi di mercato e/o approfondimenti, che tengono conto delle situazioni economico-finanziarie attualmente presenti. I dati, le opinioni e le informazioni in esso contenute, sono prodotti da Amundi Asset Management, che si riserva il diritto di modificarli ed aggiornarli in qualsiasi momento e a propria discrezione. Non vi è garanzia che i paesi, i mercati o i settori citati manifestino i rendimenti attesi. Le informazioni fornite non costituiscono un prospetto o documento d'offerta né possono essere intese come consulenza, raccomandazione o sollecitazione all'investimento.

Il documento e ogni sua parte, se non diversamente consentito e/o in mancanza di una espressa autorizzazione scritta di Amundi SGR S.p.A., non potrà essere copiato, modificato, divulgato a terzi, diffuso con qualunque mezzo e più in generale qualunque atto di disposizione o utilizzo di informazioni ivi contenute sono vietati, salvo espressa indicazione contraria.

Data di primo utilizzo: [28 maggio 2018](#).